

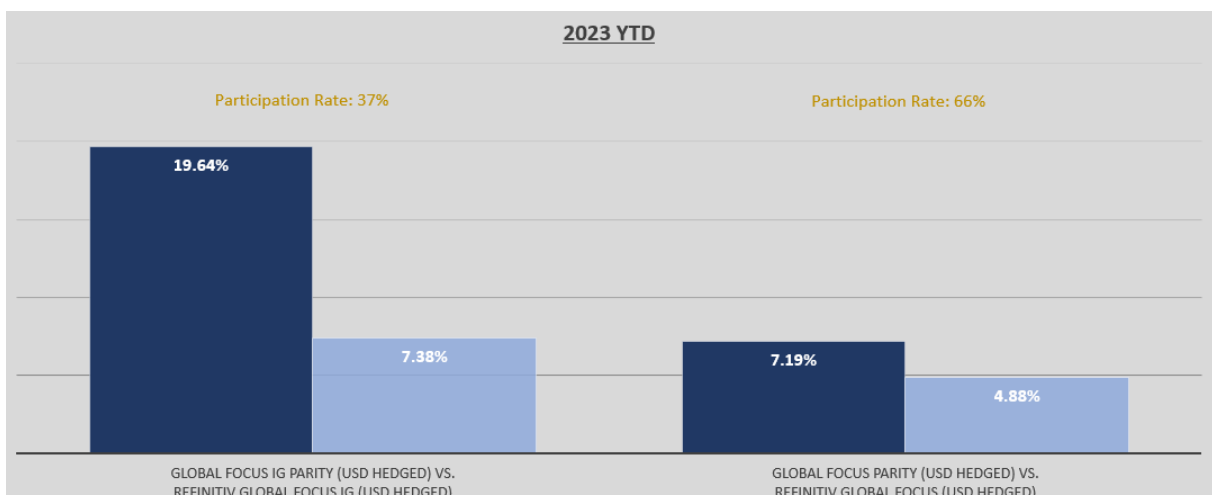
Wandelanleihen - Die Rückkehr der Coupons

Bereits neigt sich ein weiteres abwechslungsreiches Jahr dem Ende zu. Eine der grossen Überraschungen der Periode war sicherlich die ausgebliebene Rezession. Wobei wir hier gleich einschränken müssen: In einzelnen Segmenten wie dem verarbeitenden Gewerbe in Europa oder dem chinesischen Immobilienmarkt war die Lage angespannt bis dramatisch. Doch die amerikanische Konjunktur blieb robust und sorgte dafür, dass sich das globale Wachstum nur leicht abschwächte. Die Inflation entwickelte sich derweil stetig zurück, nachdem sie zwischen Sommer und Herbst 2022 ihren Höchststand erreicht hatte. Solide Arbeitsmarktzahlen aus den USA sorgten immer wieder dafür, dass erwartete Zinssenkungen weiter nach hinten geschoben wurden – das «higher for longer» Narrativ stand im Fokus. Erst im November fielen die Wirtschaftszahlen etwas schwächer aus, insbesondere ging auch das CPI stärker als erwartet zurück. Daraufhin legten sowohl Bond- als auch Aktienkurse kräftig zu.

Rückblick

Die positiven Aktienmärkte wirkten erwartungsgemäss unterstützend für die Wandelanleihen, während die steigenden Zinsen die «Bond Floors» etwas belasteten. Auf den ersten Blick war das Jahr für Aktien ausgezeichnet. Ausgelöst durch den Wirbel um die künstliche Intelligenz waren allerdings einmal mehr vor allem die Mega-Caps gesucht. Die «glorreichen Sieben» machen mit rund 17% mittlerweile einen substanziellen Teil des Weltaktienindex aus und bereiteten den Boden für einen fast 20-prozentigen Anstieg im S&P 500. Blickt man hingegen auf den SMI, fällt das Resultat deutlich magerer aus, während der Hang Seng sogar rund 15% im Minus liegt.

Performance Wandelanleihen vs. Underlyings year-to-date



Grafik 1. Quelle: Arve Asset Management AG, Bloomberg, LSEG. Zeitraum: 30.12.2022– 30.11.2023

Wie in der ersten Grafik ersichtlich, legten die den Wandlern zugrunde liegenden Aktien (die «Underlyings») in USD hedged bis Ende November um 19.6% (Refinitiv Focus Investment Grade) respektive um 7.2% (Refinitiv Global Focus Index) zu. Im Focus Index finden sich alle Wandelanleihen, die gewisse Kriterien erfüllen und als «ausgewogen» gelten. Der Focus Investment Grade (IG) Index berücksichtigt hingegen nur diejenigen ausgewogenen Wandler mit einem IG Rating.

Die Wandlerindizes selbst (ebenfalls USD hedged) partizipierten unterschiedlich stark an der Performance der Underlyings. Der Focus IG Index gewann 7.4%, während der breitere Focus Index um 4.9% anstieg. Die Partizipation lag also beim Focus IG Index bei 37% und beim Focus Index bei 66%. Die höhere Partizipation des breiten Focus Index entspricht dem gegenüber dem IG Index erhöhten Risiko (höheres Kreditrisiko, meist höhere Aktiensensitivität).

Untypisch ist, dass die Underlyings des IG Index - und damit auch der IG Index selbst - stärker zulegen konnten. Mit einem Investment Grade Rating werden etablierte Firmen bewertet, während der Focus Index eine stärkere Wachstums-Komponente (Growth) aufweist. Seit langem hat in positiven Aktienjahren normalerweise der Focus Index die Nase vorn. Das Ergebnis ist unter anderem auf die höhere Konzentration im IG Index und die sehr gute Performance einiger Schwergewichte wie Nippon Steel, Safran oder SK Hynix zurückzuführen. Die Schwäche in einigen Growth-Segmenten wie Biotech und erneuerbare Energien belastete derweil den Focus Index.

Regionale Performance year-to-date



Grafik 2. Quelle: Bloomberg, LSEG. Zeitraum: 30.12.2022– 30.11.2023

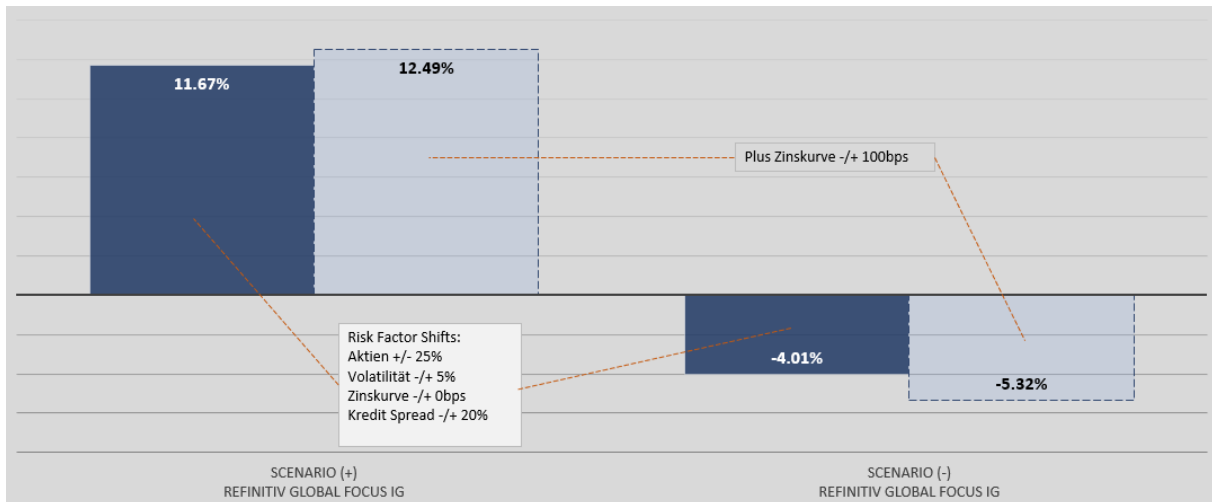
Regional trug bei den Wandelanleihen eindeutig Japan das Leadertrikot (vgl. Grafik 2). Mangels Exposure zu den Mega Caps konnten die USA nicht mithalten. Währenddessen war die Performance in Asien dank einiger erfolgreicher Titel aus Korea deutlich besser, als ein Blick auf die dominierenden chinesischen Märkte befürchten liess.

Ausblick

Blickt man auf die jüngsten Konjunkturdaten, zeigen auch die USA langsam Schwäche. Es fragt sich also, ob die Rezession nur aufgeschoben, aber nicht aufgehoben ist. Im Fokus bleibt die Inflation, welche mittlerweile im Westen wieder auf erträglichere Niveaus von etwa 3% respektive rund 4% Kerninflation zurückgekommen ist. Gelingt es, sie mit einem Soft-Landing auf die Zielgrösse von 2% zu senken? Oder ist dafür eine längerfristig restriktive oder sogar noch restriktivere Geldpolitik als heute nötig, was wiederum das Rezessionsrisiko erhöhen würde? Im Auge behalten wir auch die Geopolitik und die anstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA.

In unsicheren Phasen können Wandelanleihen ihren entscheidenden Vorteil ausspielen: die asymmetrische Partizipation an den zugrunde liegenden Aktien. Die Analyse in der nächsten Grafik zeigt die erwartete Performance des Refinitiv Global Focus IG Index für ein Jahr in einem positiven und einem negativen Szenario, einmal mit und einmal ohne Verschiebung der Zinskurve um 100 Basispunkte. Die Analyse ist eine Modellrechnung, basierend auf einer Momentaufnahme und verschiedenen Annahmen. Sie ist daher keine verlässliche Prognose. Trotzdem weist sie auf die beachtenswerte Asymmetrie defensiver Wandelanleihen hin.

Szenario Analyse 1 Jahr – Refinitiv Global Focus Investment Grade Index

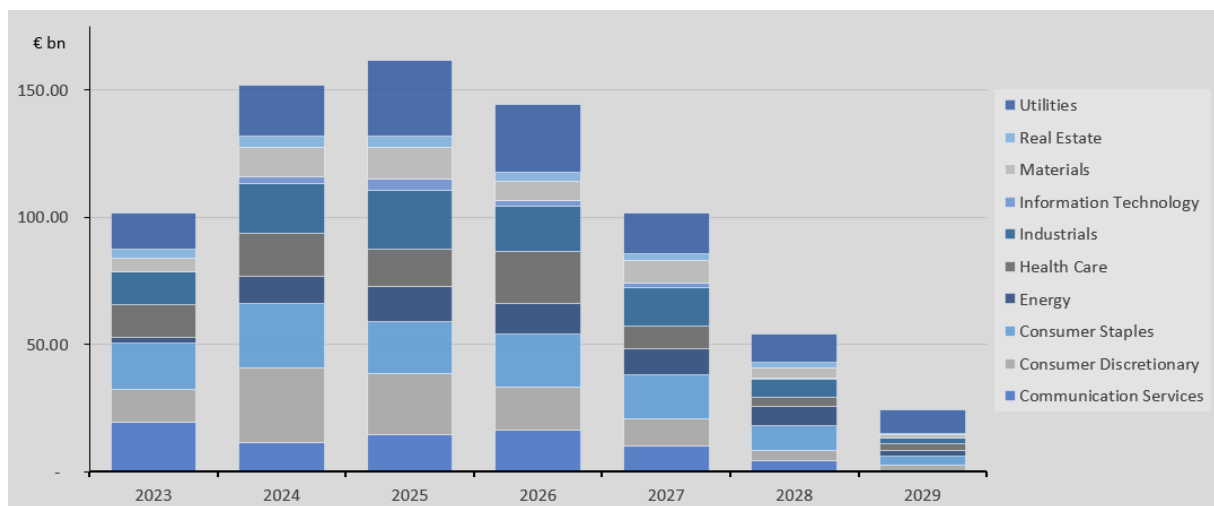


Grafik 3. Quelle: Arve Asset Management AG, Bloomberg, LSEG. Per 30.11.2023.

Mitverantwortlich für die ausgeprägte Konvexität sind die gestiegenen Zinsen. Diese belasteten vor allem obligationenähnliche Wandelanleihen in den letzten Jahren und drückten die Kurse nach unten. Nun weisen viele Papiere attraktive Renditen auf Verfall auf und stützen die Performance-Erwartung sowohl in einem positiven wie negativen Szenario.

Am Primärmarkt erwarten wir eine verstärkte Tätigkeit im Jahr 2024. Bis dato war das Volumen der Neuemissionen 2023 noch etwas verhalten, was mit dem geringen Kapitalbedarf vieler Firmen erklärt werden kann. Doch die zu refinanzierenden Schulden steigen in den nächsten Jahren deutlich an (vgl. Grafik 4).

Refinanzierungsbedarf steigt (ausstehende Anleihen in Europa ohne Finanzwerte)



Grafik 4. Quelle: Barclays, Bloomberg. Exklusive Finanzwerte.

Die höheren Zinsen dürften viele Unternehmen dazu verleiten, sich den Wandlern als Finanzierungsinstrument zuzuwenden, denn dadurch reduzieren Emittenten ihre Zinslast. Doch Nullprozent-Emissionen sind auch in unserem Markt vorbei (mit Ausnahme von Japan). Die neuen Papiere aus Europa der letzten Monate wiesen Coupons in EUR von bis zu 3.5% auf. Schneider Electric (Emittent von S&P mit A-minus Rating bewertet) begab beispielsweise einen Wandler bis 2030 mit einem Coupon von 1.97%, während ENI 2030 (Emittent ebenfalls A-minus von S&P) 2.95% bezahlt. RAG-Stiftung 2030 (kein Rating) wandelbar in Evonik verfügt über einen tieferen Coupon von 2.25%, wurde dafür aber mit tiefer Wandelprämie und einem Put im Jahr 2028 ausgestattet.

Die Zinswende bereitete also nicht nur den Boden für verbesserte Obligationen-Renditen, sondern erhöht auch die Attraktivität der Wandelanleihen!



Disclaimer:

Dieses Marketingdokument wurde von der Arve Asset Management AG herausgegeben. Es ist nicht bestimmt zur Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung durch natürliche oder juristische Personen, die Bürger eines Staates, Landes oder einer Gerichtsbarkeit oder in einem Staat, Land oder einer Gerichtsbarkeit ansässig sind, in dem/der die geltenden Gesetze die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung verbieten. Es ist nicht an eine Person oder Einrichtung gerichtet, für die es illegal wäre, solches Marketingmaterial zu versenden. Dieses Dokument ist nur für Informationszwecke bestimmt und gilt nicht als Angebot, Aufforderung oder Empfehlung zur Zeichnung, zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten oder für die Beteiligung an einer anderen Transaktion wie der Anlageberatung oder -dienstleistung oder als vertragliches Dokument. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, Rechts oder Steuerberatung dar, oder eine Zusicherung, dass eine Anlage oder Strategie für die besonderen und individuellen Umstände eines Anlegers geeignet oder angemessen ist, noch stellt es eine persönliche Anlageberatung für einen Anleger dar. Dieses Dokument widerspiegelt die Informationen, Meinungen und Kommentare der Arve Asset Management AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, welche ohne Vorankündigung geändert werden können. Die hierin enthaltenen Marktbewertungen, Begriffe und Berechnungen sind nur Schätzungen. Die bereitgestellten Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig erachtet werden, aber die Arve Asset Management AG garantiert nicht für deren Vollständigkeit, Genauigkeit, Zuverlässigkeit und Aktualität. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit gibt keinen Hinweis auf aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Die Arve Asset Management AG übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung dieses Dokuments ergeben.